

RAPORT MIESIĘCZNY FX

Perspektywy na 2018 rok



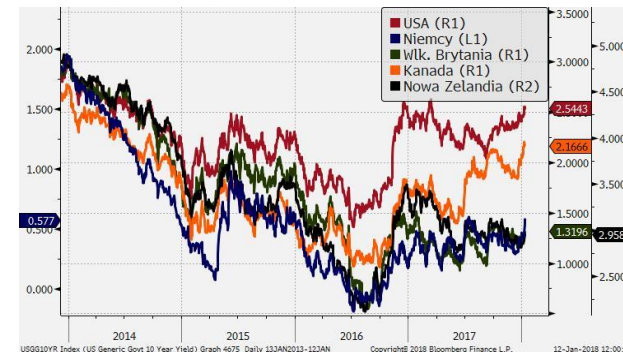
Perspektywy dla walut na 2018 rok

W naszych prognozach zakładamy, że rok 2018 przyniesie kontynuację motywów zapoczątkowanych w 2017 r. Tematem przewodnim powinna być konwergencja polityki monetarnej czołowych banków centralnych. Zapowiada się rok aprecjacji euro, funt dalej będzie targany Brexitem, a dolar zginie w blasku innych, nawet jeśli fundamentalnie wszystko z nim jest w porządku. Złoty już teraz jest w szczycie formy, co jednak nie może trwać wiecznie.

Zwykle tego typu raport wypuszczany jest w połowie grudnia jako finalizujący całoroczną pracę działu analiz, a jednocześnie pozwalający czytelnikom z wyprzedzeniem zapoznać się z założeniami dla strategii na kolejny rok. Ostatnie lata nauczyły mnie jednak, że końcówka grudnia i pierwsze dni stycznia potrafią istotnie zatrzęść warunkami rynkowymi. Niska płynność powoduje wzmocnione oddziaływanie efektów nadzwyczajnych, w rezultacie czego poziomy wyjściowe dla regularnych trendów dla kolejnych miesięcy mogą być zupełnie inne niż na to wyglądało przed bożonarodzeniową przerwą. Jeśli coś się złamie, często jest trudno to odbudować do stanu wyjściowego i podobnie jest z rynkiem walutowym. Ostatecznie prognozę dotyka frustracja, zanim jeszcze założenia jego prognoz mogły zmierzyć się z faktycznym rozwojem wypadków i wymusza konieczność istotnych rewizji prognoz przy kolejnej okazji, czyli gdzieś już w połowie stycznia. Tym razem zdecydowałem się przeskoczyć jeden etap.

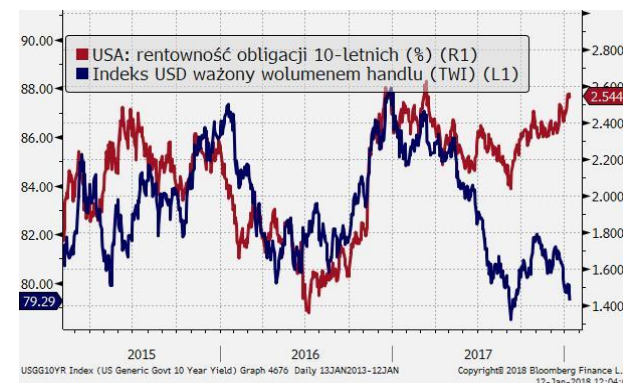
W naszych prognozach zakładamy, że rok 2018 przyniesie kontynuację motywów zapoczątkowanych w 2017 r. Tematem przewodnim powinna być konwergencja polityki monetarnej czołowych banków centralnych. Przy utrzymywanym globalnym ożywieniu gospodarczym w połączeniu z rosnącymi cenami ropy naftowej (i innych surowców), jest coraz więcej dowodów, że inflacja przyspieszy, skłaniając banki centralne do odchodzenia po latach od ekspansywnej polityki pieniężnej. Niektóre są już dalece zaangażowane w proces (Fed), inne zaczynają (Bank Kanady), a co do niektórych oczekiwanie rynkowe na zmianę nastawienia są silniejsze (EBC) lub słabsze (Riksbank, Norges Bank, RBNZ). Ogólnie jednak najbliższe kwartały upłyną pod znakiem rosnącego przeświadczenia, że pula taniego pieniądza zacznie się kurczyć. Dzięki temu powinniśmy obserwować rozpędzanie się rynku niedźwiedzia na obligacjach, a korelacje rynku FX z dłużnym (gdzie wyższe rentowności, tam silniejsza waluta) zaczną być bardziej widoczne. Póki gospodarka światowa się rozwija, rynek akcji powinien podtrzymać swój kierunek, choć w odróżnieniu od 2017 r. należy oczekiwać większej zmienności, także w odniesieniu do przejściowych korekt.

USD: Dolar wciąż będzie z trudnościami szukał swojego miejsca i finalnie rok może zakończyć słabszy. Słabość jest tu jednak pojęciem umownym, gdyż fundamentalnie wszystko z dolarem powinno być w porządku: pozytywnie zapatrujemy się na perspektywy gospodarcze USA, które pchną Fed do trzech podwyżek stóp procentowych z pierwszą w marcu (a dalej w czerwcu i wrześniu). Problem w tym, że temat silnego ożywienia otwierającego drogę do normalizacji polityki pieniężnej będzie zjawiskiem nie na wyłączność Fed. Wyższe stopy procentowe przestaną być wyróżnikiem USD, a staną się normą. Inne z głównych banków centralnych mają



Wykres 1. Globalne odbicie rentowności długoterminowych obligacji pokazuje, że okres ekspansji monetarnej dobiega kresu.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 2. Kontynuowany wzrost rentowności obligacji w USA już nie wystarczy, by ochronić relatywną wartość dolara, kiedy na świecie stopy proc. także rosną.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

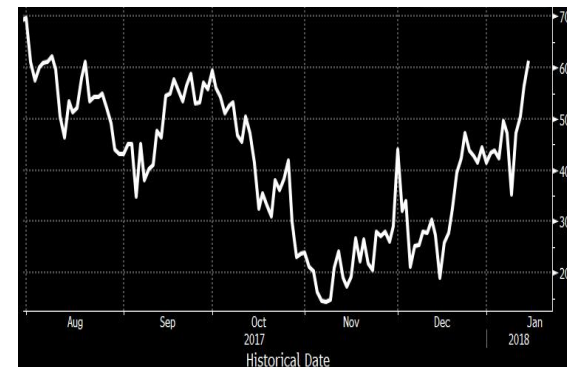
Perspektywy dla walut na 2018 rok

więcej do zaoferowania w kwestii zmiany swojego nastawienia na bardziej jastrzębie, co nie wszędzie zostało zdyskontowane. W rezultacie osłabienie USD weźmie się z poprawy wartości innych walut, a nie z pogorszenia własnych fundamentów.

EUR: Przyszłość euro to ścieranie się wysokich oczekiwań rynku co do polityki EBC ze staraniami banku centralnego, by opóźnić działanie mechanizmów rynkowych. Według ścieżki nakreślonej przez EBC w październiku ubiegłego roku program skupu aktywów ma potrwać co najmniej do końca września 2018 r., po czym jeszcze przez długi czas nie zobaczymy podwyżki stóp procentowych. Jednak solidny wzrost gospodarczy, rekordowe odczyty indeksów PMI oraz rosnące ceny ropy naftowej pchnęły rynek do oczekiwania szybszego wychodzenia ECB z ultra-łagodnego nastawienia, co winduje wycenę EUR. Pytaniem najbliższych miesięcy będzie, na ile i do kiedy EBC pozwoli rynkowi działać, wszak zbyt szybka aprecjacja waluty może pogrzebać nadzieje na trwałe przyspieszenie inflacji? Trudno dokładnie umiejscowić w czasie moment, w którym cierpliwość EBC się wyczerpie i bank będzie chciał werbalnie zatrzymać EUR. Jednocześnie uważamy, że trend wzrostowy będzie dominował ponad ten rok. Rynek nie musi znać dokładnego terminu startu cyklu podwyżek stóp procentowych, by zainicjować rajd waluty (Fed pierwszą podwyżkę przeprowadził w grudniu 2015 r., podczas gdy rajd dolara zaczął się jeszcze w 2014 r.). To przewidywanie przyszłych działań EBC będzie głównym motorem aprecjacji, a po latach ekspansji monetarnej i wypychania kapitału z europejskich aktywów nabierało się pieniędzy, które chcą teraz wrócić.

GBP: Funt brytyjski jest niedowartościowany podobnie, jak euro, ale odzyskiwanie sił nie będzie proste przy utrzymującym się ryzyku politycznym związanym z Brexitem. Nawet jeśli obu stronom zależy na przyjacielskim rozwodzie, ostatnie miesiące pokazały, jak cały proces negocjacyjny potrafi być powolny i obfitujący w zaskakujące momenty sukcesu lub totalnej porażki. Niezależnie jak bardzo możemy być przekonani co do łagodnej formy Brexitu, aż do marca 2019 r. (koniec okresu negocjacyjnego) nic nie będzie pewne. W rezultacie zmienność pozostaje jedyną gwarantowaną rzeczą dla notowań GBP w najbliższych miesiącach, jednak z obecnego położenia widzimy przewagę negatywnych czynników ryzyka. Wzrost gospodarczy ratuje dobra sytuacja na całym świecie, ale niepewność hamuje inwestycje, co źle rokuje dla zbudowania motorów wzrostu na przyszłość. Polityka monetarna nie stanowi już źródła dla pozytywnego impulsu, gdyż Bank Anglii jest już po decyzji odwracającej nadzwyczajne cięcie po referendum, a przy rynku dyskontującym kolejną podwyżkę w drugiej połowie 2018 r. nie ma zbyt wiele pola do rozpręczenia funta.

PLN: Od strony fundamentalnej złoty znajduje się u szczytu dyskontowania bardzo dobrej sytuacji makroekonomicznej. Z obecnego położenia będzie coraz trudniej o pozytywne niespodzianki po stronie wzrostu – dynamika inwestycji pozostaje rozczarowująca, a przy pełnym oddziaływaniu kolejny rok programu Rodzina 500+ oraz przy rynku pracy blisko stanu pełnego zatrudnienia perspektywy nasilenia konsumpcji są ograniczone. W rezultacie druga połowa roku powinna przynieść spowolnienie dynamiki wzrostu pod 4 proc. r/r. Ponadto uważamy, że rynek błędnie wycenia pierwszą podwyżkę stóp procentowych NBP przed końcem 2018 r. i to nawet



Wykres 3. Prawdopodobieństwo podwyżki EBC o 10 pb w grudniu 2018 r. (wyliczane z kwotowań na rynku pieniężnym) – rynek oczekuje więcej, niż EBC deklaruje.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



Wykres 4. Rynek stopy procentowej w Polsce wycenia pierwszą podwyżkę o 25 pb w ciągu najbliższych 12 miesięcy.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

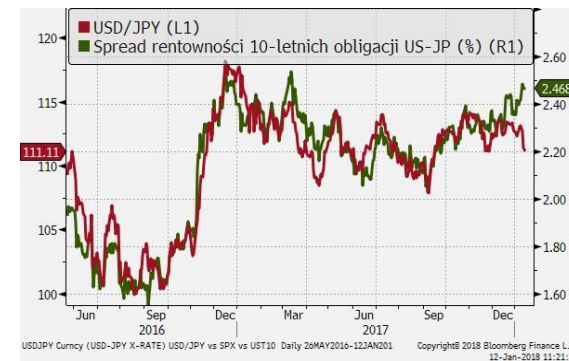
Perspektywy dla walut na 2018 rok

pomimo jasnych sygnałów z RPP, że polityka monetarna w tym roku nie ulegnie zmianie. Rewizja rynkowych oczekiwań i rozczarowanie mogą pociągnąć złotego w dół. Podkreślenie przedłużającego się okresu ujemnych realnych stóp procentowych będzie szczególnie bolesne w dobie podwyżek stóp procentowych na świecie. Ratunkiem dla złotego przed głębszą wyprzedzą będzie generalnie pozytywny sentyment do ryzykownych aktywów, ale wystarczy to jedynie do złagodzenia deprecjacji (względem EUR).

JPY: Jen ma swoje 5 minut na starcie 2018 r., gdyż rynek zaczął sceptycznie patrzeć na zapewnienia Banku Japonii o kontynuacji ultra-luźnej polityki, częściowo w oparciu o działania samego BoJ. Sądzymy jednak, że rynek błędnie interpretuje konsekwencje zmniejszenia aukcji skupu obligacji skarbowych i nie ma dostatecznych dowodów, aby bank porzucił swoje główne narzędzie, czyli stabilizowanie rentowności 10-letnich blisko 0 proc. Z inflacją wciąż dużo poniżej celu (0,6 proc. vs 2 proc.), BoJ ma powody, by utrzymywać program QE jeszcze przez co najmniej 12 miesięcy. Choć obecnie JPY odkleił się od fundamentów, rosnący dyferencjał ze stopa procentowymi w USA i strefie euro oraz podtrzymany pozytywny trend na rynku akcji będą przemawiać za osłabieniem japońskiej waluty. Polityka fiskalna stanowi dodatkowe źródło słabości jena. Bodziec fiskalny gwarantuje podtrzymanieżywienia gospodarczego z pozytywnym przełożeniem na japoński rynek akcji. Wzmocnienie działaniami rządowymi konsumpcji wewnętrznej będzie miało odbicie w zwiększonym zapotrzebowaniu na import. Pogorszenie bilansu handlowego Japonii będzie oddziaływać dołująco na JPY.

CHF: Ze zmianą strategii nie będzie się też spieszył Narodowy Bank Szwajcarii. Polityka ujemnych stóp procentowych wreszcie zaczęła przynosić rezultaty, choć lwią część wzrostów EUR/CHF należy przypisać rozwojowi sytuacji w strefie euro. Jesteśmy o krok od powrotu do poziomów sprzed „czarnego czwartku” w styczniu 2015 r., kiedy SNB uwolnił kurs franka, jednak w porównaniu z przedkryzysowymi poziomami (ok. 1,50) frank w dalszym ciągu pozostaje przewartościowany. SNB jeszcze przez wiele miesięcy będzie dbał o to, aby nie wywołać niepożądanego aprecjacji franka i zanim zdecyduje się na normalizację polityki, wpierv poczeka na start zacieśniania monetarnego ECB. Oczekujemy wyhamowania tempa wzrostów EUR/CHF w 2018 r., ale kierunek powinien zostać zachowany.

AUD, CAD, NZD: Dla walut surowcowych nie widzimy jednorodnego scenariusza. Z jednej strony globalny wzrost, mocny apetyt na ryzyko i wyższe ceny surowców stanowią istotne wsparcie dla walut o wyższym współczynniku ryzyka (beta). Jednak wewnętrzna sytuacja gospodarek Australii, Kanady i Nowej Zelandii będzie implikować odmienne ścieżki dla polityki pieniężnej. Bank Kanady jest już po dwóch podwyżkach stóp procentowych, ale kondycja gospodarki pozwala mu myśleć o kolejnych ruchach. Negocjacje porozumienia handlowego NAFTA z USA dodają premię za ryzyko dla CAD i spowolnią aprecjację, ale BoC dalej może być jednym z bardziej agresywnych banków w zacieśnianiu monetarnym z trzema podwyżkami (pierwsza w kwietniu). NZD był ostatnio hamowany przez ryzyko polityczne narosłe po zwycięstwie Partii Pracy w krajowych wyborach, jednak powoli widać, że polityka gospodarcza będzie mniej kontrowersyjna, niż się obawiano. Ekspansja fiskalna w obliczu dobrej koniunktury



Wykres 5. Relacja stóp procentowych w USA i Japonii wskazujące na powrót wzrostów USD/JPY.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers



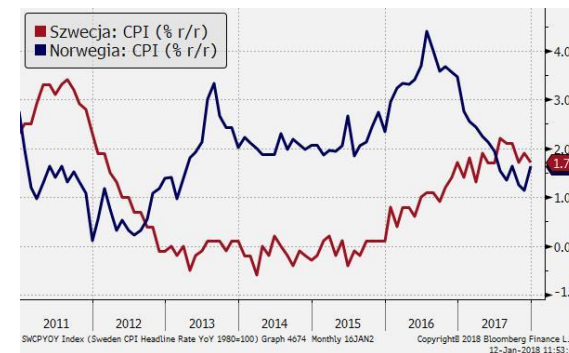
Wykres 6. Indeks zaskoczeń danymi makro z Kanady rośnie, gdy dane wychodzą powyżej prognoz. Ostatnia seria jest imponująca.

Źródło: Citi, Bloomberg, TMS Brokers

Perspektywy dla walut na 2018 rok

oznacza, że RBNZ może podnosić stopy procentowe szybciej i wcześniej (pełna podwyżka jest dyskutowana dopiero na listopad '18 r.). Z kolei w Australii, pomimo poprawy sytuacji na rynku pracy, wciąż nie przekłada się to na wzrost płac i podbicie inflacji, co wiąże ręce bankowi centralnemu. Sądzymy, że RBA może utrzymać stopy procentowe bez zmian w całym 2018 r. (rynek wycenia październik '18 r.), co przynajmniej w pierwszym półroczu będzie ciążyć na wycenie AUD.

NOK, SEK: Norges Bank i Riksbank potrafią zrobić dużo, by nie dopuścić do znaczącego umocnienia swoich walut i ze zmianami w nastawieniu polityki pieniężnej preferują poczekać na pierwszy krok ze strony EBC, by złagodzić spadki EUR/NOK i EUR/SEK. Jednak pozytywne trendy w aktywności gospodarczej i inflacji wywierają presję już teraz, co powinno przybliżyć termin podwyżek stóp procentowych na drugą połowę 2018 r. W krótkim terminie skazuje to NOK i SEK na pozostawanie poza uwagą inwestorów, jednak gdy oznaki zwrotu w polityce pieniężnej staną się oczywiste, obie korony powinny znowu błyszczeć.



Wykres 7. Inflacja w Szwecji od dwóch lat pozostaje w trendzie wzrostowym, a w Norwegii zaczyna się odbicie.

Źródło: Bloomberg, TMS Brokers

Perspektywy dla walut na 2018 rok

CZTERY TYPY NA 2018 ROK

Kupno EUR/JPY

Euro będzie korzystać z solidnej kondycji gospodarki strefy euro oraz rosnących oczekiwań inwestorów, że polityka monetarna ECB przybierze bardziej jastrzębi wydźwięk. Dla kontrastu Bank Japonii nie szykuje się do zmiany nastawienia, co będzie osłabiać jena. Polityka fiskalna stanowi dodatkowy czynnik negatywny.

Sprzedaż AUD/NZD

Pierwsza połowa roku powinna przynieść silną polaryzację oczekiwań odnośnie perspektyw walut z Antypodów w oparciu o działania banków centralnych. Przy ekspansji fiskalnej i silnej postawie gospodarki RBNZ ma pole do podwyżek stóp procentowych szybciej i wcześniej. RBA z kolei wciąż jest hamowany przez brak oznak presji płacowej, co może odroczyć podwyżkę poza 2018 rok. Rewizja rynkowych oczekiwań dla obu walut pozwoli na zjazd AUD/NZD co najmniej do zeszłorocznych minimów.

Sprzedaż GBP/CAD

Chimeryczny charakter rozmów nt. Brexitu będzie wisieć nad GBP przez cały rok, a polityka monetarna Banku Anglii nie stanowi już źródła dla pozytywnego impulsu. Natomiast Bank Kanady jeszcze w 2017 r. dwoma podwyżkami pokazał, że na poważnie myśli o normalizacji polityki. Wyśmienita kondycja rynku pracy i wysokie ceny ropy naftowej rysują optymistyczne perspektywy przed CAD, nawet jeśli negocjacje porozumienia NAFTA stanowią przejściowy czynnik ryzyka. Przeszkodą są wygórowane oczekiwania przed styczniowym posiedzeniem BoC (konsensus zakłada podwyżkę, my – brak zmian), ale potencjalne rozczarowanie rynku zaoferuje lepszy poziom wejścia dla długoterminowej strategii.

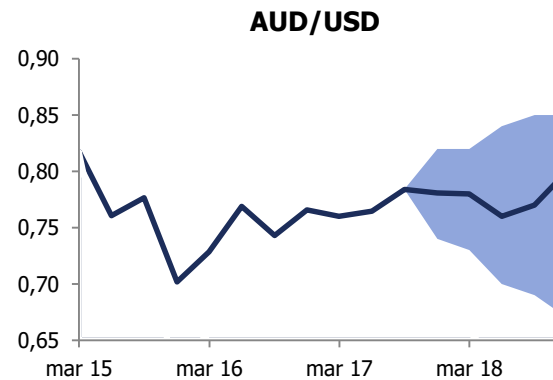
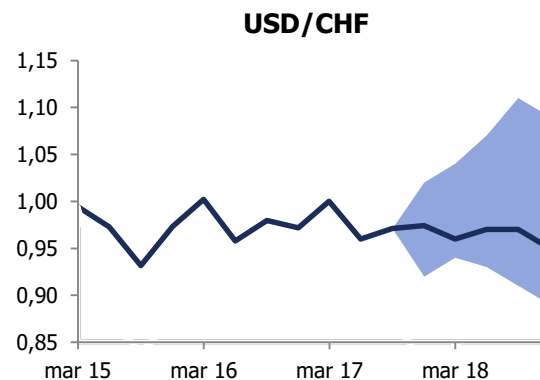
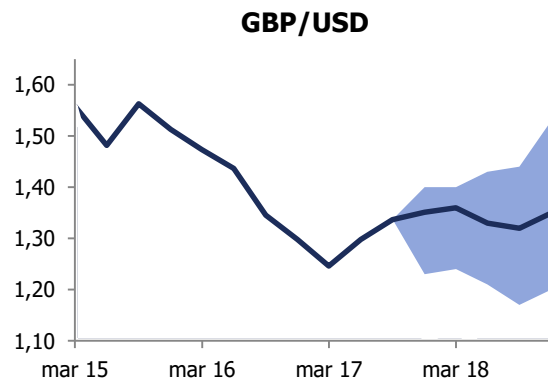
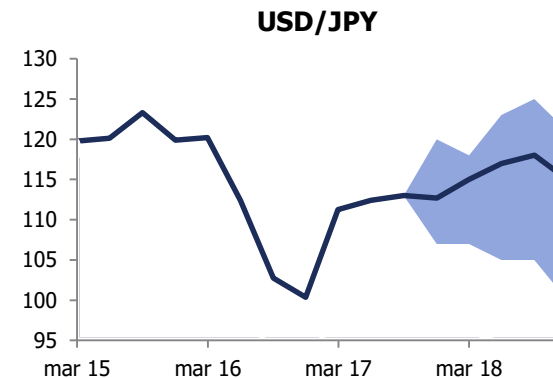
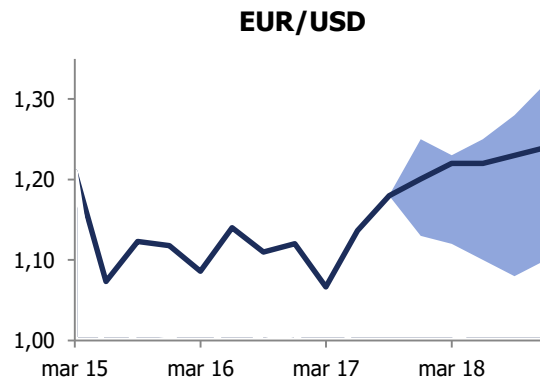
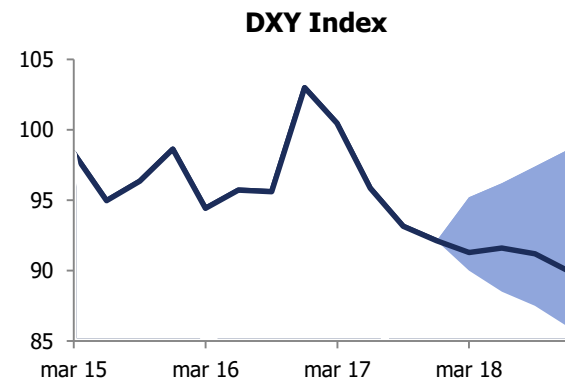
Sprzedaż USD/SEK

Problemem USD będzie to, że rynek jest w pełni świadomy, dokąd zmierza Fed. Teraz to inne z głównych banków centralnych mają więcej do zaoferowania w kwestii zmiany swojego nastawienia na bardziej jastrzębie. W rezultacie osłabienie USD weźmie się z poprawy wartości innych walut, a nie z pogorszenia własnych fundamentów, za to mocno przeceniony na koniec 2017 r. SEK może najwięcej zyskać na zwrocie w polityce Riksbanku.

PROGNOZY WALUTOWE						
	11 sty	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2019
EUR/USD	1.19	1.22	1.22	1.23	1.24	1.29
GBP/USD	1.35	1.36	1.33	1.32	1.35	1.43
EUR/GBP	0.89	0.90	0.92	0.93	0.92	0.90
USD/JPY	112	115	117	118	115	112
EUR/JPY	133	140	143	145	143	144
USD/CHF	0.98	0.96	0.97	0.97	0.95	0.94
EUR/CHF	1.17	1.17	1.18	1.19	1.18	1.21
AUD/USD	0.79	0.78	0.76	0.77	0.80	0.82
EUR/AUD	1.52	1.56	1.61	1.60	1.55	1.57
NZD/USD	0.72	0.72	0.73	0.73	0.72	0.73
EUR/NZD	1.65	1.69	1.67	1.68	1.72	1.77
USD/CAD	1.26	1.24	1.23	1.23	1.20	1.25
EUR/CAD	1.50	1.51	1.50	1.51	1.49	1.61
USD/NOK	8.08	7.83	7.62	7.56	7.42	6.86
EUR/NOK	9.65	9.55	9.30	9.30	9.20	8.85
USD/SEK	8.20	7.99	7.87	7.68	7.54	7.05
EUR/SEK	9.80	9.75	9.60	9.45	9.35	9.10
USD/PLN	3.50	3.49	3.48	3.50	3.47	3.27
EUR/PLN	4.18	4.26	4.25	4.30	4.30	4.22

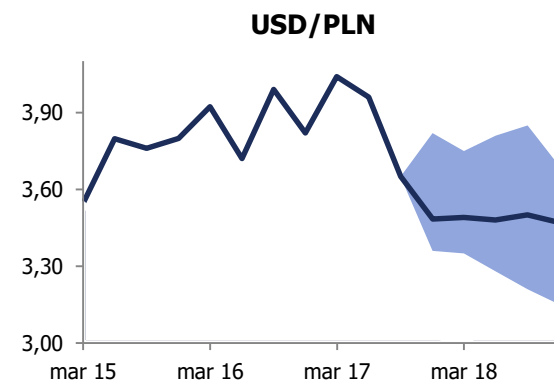
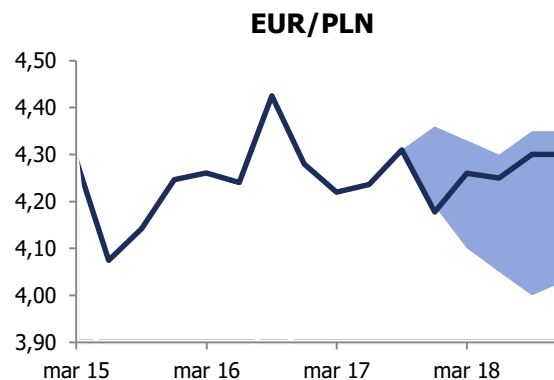
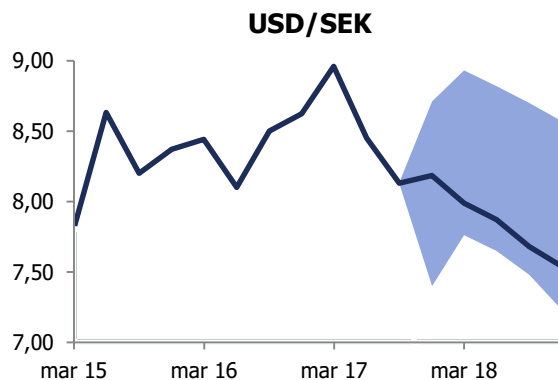
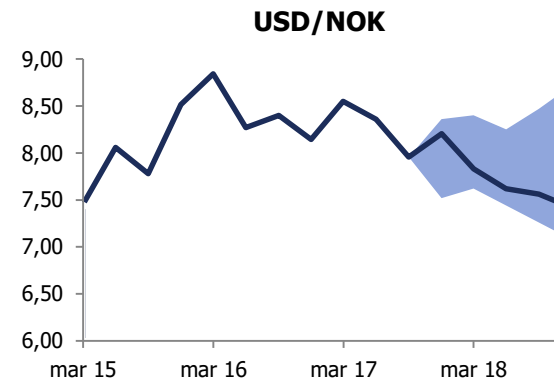
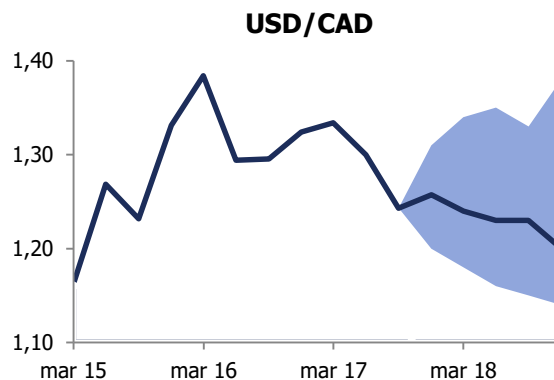
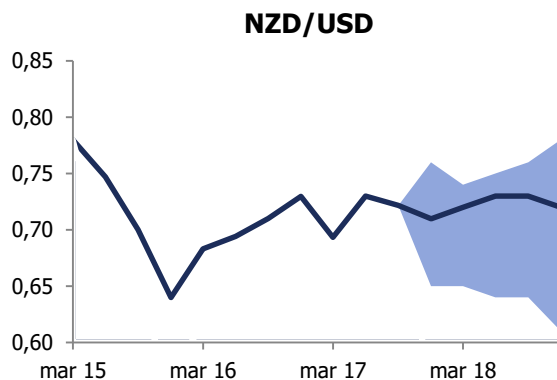
Prognozy na koniec okresu. Ostatnia aktualizacja prognoz: 10 sty 2018 r. Dane rynkowe z 13:19 11 sty 2018 r.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWAŃ RYNKOWYCH



Źródło: TMS Brokers, Bloomberg. Wachlarz na wykresie przedstawia rozpiętość prognoz rynkowych.

PROJEKCJE WALUTOWE TMS NA TŁE OCZEKWIĄŃ RYNKOWYCH



Źródło: TMS Brokers, Bloomberg. Wachlarz na wykresie przedstawia rozpiętość prognoz rynkowych.

DEPARTAMENT ANALIZ TMS BROKERS**Bartosz Sawicki****Kierownik Departamentu Analiz****e-mail:** bs@tms.pl; **tel.** 603307161**Konrad Białas****Główny Ekonomista****e-mail:** kbi@tms.pl; **tel.** 222766243**Maciej Morawski****Analitik techniczny****e-mail:** mmo@tms.pl;**Kornel Kot****Analitik****e-mail:** kk@tms.pl;**da@tms.pl****22 2766243**

Prezentowany raport jest wynikiem analiz prowadzonych przez Dom Maklerski TMS Brokers S.A. i, choć sporządzony został na podstawie wiarygodnych źródeł informacji, TMS Brokers nie gwarantuje kompletności, dokładności i poprawności danych w nich zawartych. Dystrybucja raportu ogranicza się do klientów, z którymi TMS Brokers podpisał odpowiednie umowy świadczenia usług, jak również użytkowników serwisów informacyjnych, w tym serwisów internetowych udostępnianych przez TMS Brokers. TMS Brokers nie ponosi odpowiedzialności za działania podjęte na podstawie rekomendacji, prognoz, przewidywań i jakichkolwiek informacji zawartych w prezentowanym raporcie o ile przy ich przygotowaniu TMS Brokers dołożył należytej staranności. Szczegółowe informacje dotyczące TMS Brokers, zasad sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji, źródeł informacji, określenia odbiorców rekomendacji, terminologii fachowej, konfliktów interesów, jak również częstotliwości wydawania i ważności rekomendacji, wskazane zostały na stronach internetowych www.tms.pl w części „zastrzeżenia”.